



INFORME DE RENTA FIJA LOCAL

Departamento de Estudios

Abril 2024

Riesgo Corporativo Local: Resultados del 4T23 mantienen tensión en endeudamiento, pero mejoran liquidez

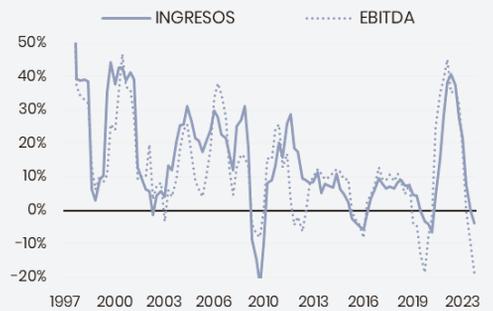
Paulina Barahona N.
Subgerente de Renta Fija Corporativa
paulina.barahona@security.cl

El reporte de resultados del 4T23 dejó un sabor mixto al evaluar tanto desempeño operacional como financiero, incorporando bajas relevantes en Ebitda y Utilidad, aumento de deuda, pero un favorable respiro en liquidez. En términos operacionales, la normalización de cifras en segmentos ligados a materias primas, muy elevadas durante 2022 y parte de 2023, junto a la presión que mantienen sectores ligados a consumo discrecional, explicarían la baja de -19% a/a en el Ebitda de una muestra amplia de compañías, pese a que los ingresos sólo ajustaron -3% a/a, reflejo de una estructura de costos golpeada por precios de insumos, logística, tasas de interés e inventarios, todas variables que tendieron eso sí a regularizarse hacia el cierre del año. A nivel de deuda, exhibió un alza de 6% a/a, presionada a lo largo del año por necesidad de financiamiento de capital de trabajo, por sobre requerimientos de inversión o expansiones. No obstante, la posibilidad de refinanciamiento de pasivos cortos a plazos entre 1 a 3 años mejoró el perfil de vencimientos y la liquidez corriente de la muestra, viéndose acompañado además por un repunte en el nivel de caja, aunque aún concentrado de industrias particulares.

El desglose sectorial del Ebitda a 12 meses refleja que las mayores caídas estuvieron en Commodities minero, Forestal, Retail e Industrial, compensados en parte con los repuntes de Transporte, Salud, Construcción y Sanitario. Particularmente, la pronunciada baja de precios en litio y celulosa, junto a una demanda desacelerada, que implicó aumentos de inventarios y provisiones por un peor comportamiento de pago en los clientes, serían los principales factores de tensión. Por el lado positivo estuvieron la mejora en el tráfico aéreo de largo alcance, menores indicadores de siniestralidad en la atención médica, nuevas iniciativas en minería y la recuperación hidrológica del segundo semestre en la zona central. Este último punto no sólo alejó el fantasma de racionamiento en el sector sanitario, también aportó resultados positivos para firmas de generación, contrarrestando una primera mitad del año muy presionada por altos costos de combustibles y uso de energía térmica.

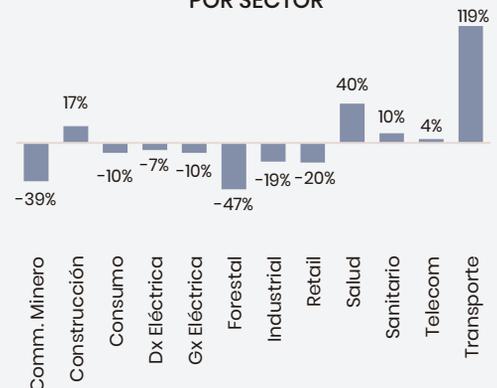
Con todo, el margen Ebitda inevitablemente presentó un nuevo descenso, quedando unos 2,0-2,5 puntos por debajo de los niveles observados pre pandemia. Al cierre de esta entrega, la muestra alcanzó un margen de 15,2%, lo que implica una caída de -2,9 pp a/a y -0,4 pp t/t, baja que incluye deterioros de hasta 10 pto en sectores con mayor ajuste en Ebitda. Mayor aún fue el descenso en el ROE (Return on Equity), consecuencia del peso del sector exportador en la utilidad de la muestra, la que cae -56% a/a. Con ello, el ROE retrocede -8,9 pp anual, llegando a 6,2%, volviendo al rango entre 6-7% que presentó entre 2014 y 2017. Además del retroceso operacional, estos datos incorporan un fuerte aumento en el costo financiero (+19% a/a), lo que debiera ir cediendo gradualmente a lo largo de este año en función de la baja de tasas por parte del Banco Central.

GRÁFICO 1: VARIACIÓN ANUAL INGRESOS Y EBITDA 12 MESES (ex ESTATALES)



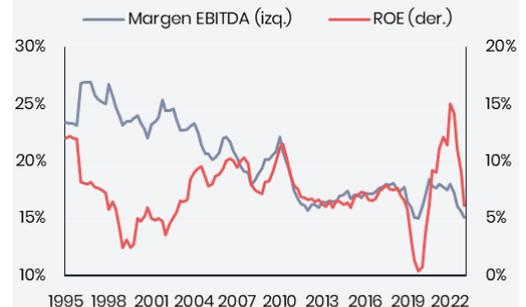
Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

GRÁFICO 2: VAR. A/A EBITDA 12 MESES POR SECTOR



Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

GRÁFICO 3: INDICADORES DE RENTABILIDAD (ex ESTATALES)



Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

Con todo, el ratio DFN/Ebitda alcanzó 4,11x en este trimestre (vs 4,07x al 3T23, y 3,25x al 4T22), lo que implicó un deterioro relevante durante 2023.

En este sentido, si bien vemos con preocupación el mayor endeudamiento operacional que han presentado sectores como Financiero no Bancario, Forestal, Distribución eléctrica, Industrial y Retail, entre otros, consecuencia principalmente de la caída en la generación de Ebitda, esperamos que este reporte constituya un punto de inflexión.

Por su parte, la razón **DFN/Patrimonio alcanzó 0,78x**, cayendo levemente respecto al trimestre previo y el 4T22 (donde alcanzó 0,8x). No obstante, **la cobertura sobre gastos financieros netos cae notoriamente, al depender más del Ebitda**, consecuencia además de gastos financieros que se mantienen elevados (por tasas y stock). En cambio, el incremento de 22% a/a en la caja, junto a la baja en deuda de corto plazo, permitieron un repunte en la liquidez ajustada, dando un pequeño alivio en medio de un panorama que continúa estresado en términos históricos.

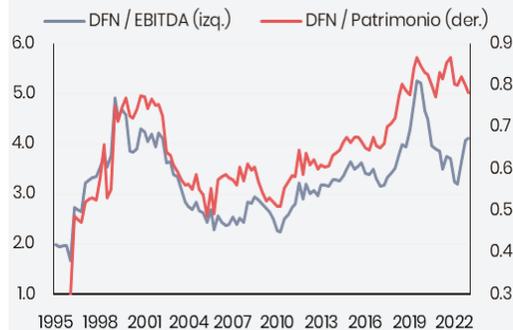
De esta forma, en un contexto de baja importante en flujos y mayor deuda, nuestros puntos a destacar son:

- 1. La Caja mejora, apoyando indicadores de liquidez.** El nivel de caja representó este 4T23 un 11% de los ingresos anualizados, porcentaje que sube respecto a los reportes anteriores (gráfico 6), por sobre el promedio histórico de 10%. Las condiciones poco atractivas de tasas y actividad en el mercado de deuda habían derivado en su uso alternativo como financiamiento, lo que si bien cede a nivel de muestra, se mantiene estresado en sectores como construcción o agrícola.
- 2. Pese a refinanciamientos, un 40% de los pasivos vencen en los próximos 3 años.** De una muestra amplia de compañías, los vencimientos hasta fines de 2026 representan unos USD 54,3 billones (gráfico 7), de los cuales un 55% corresponde a bancos y un 30% a bonos (equivalente a USD 16,6 millones), cifra bastante superior (casi 6 veces) a lo que se ha emitido anualmente desde 2021, lo que imaginamos generaría nuevas presiones en el mercado de bonos asumiendo que serían refinanciados.

Como mencionamos, el porcentaje de pasivos con vencimiento en el corto plazo cayó 1 pp respecto al 3T23 (aunque se mantiene 4 pp sobre valores de 2020). Al cierre de 2023 alcanzó 21% del total, denotando mayor presencia bancaria y de efectos de comercio (muy activo en últimos meses), lo que se condice con el punto anterior respecto a la necesidad de refinanciamiento que están enfrentando algunos emisores para extender así el perfil de vencimientos de la deuda. Especial atención requerirán sectores como Construcción, Financiero no Bancario e Industrial, más expuestos a este ítem.

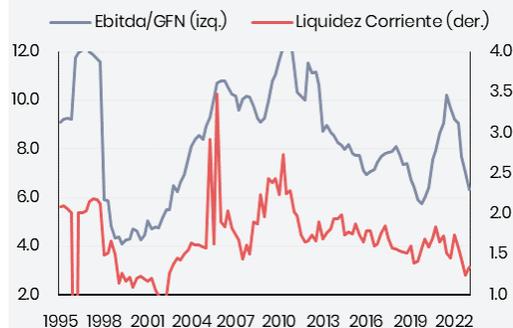
- 3. Ratios financieros nuevamente empeoran, pero esperamos que normalización de resultados se incorpore gradualmente.** Si bien, la presión en deuda de menor plazo ha cedido en el último reporte, el impacto en Ebitda y márgenes podría aún condicionar la evolución en los principales indicadores de endeudamiento. En este sentido, serán los sectores cíclicos los que marquen la pauta en respuesta a cómo se presente el consumo a nivel local.

GRÁFICO 4: INDICADORES DE APALANCAMIENTO (ex ESTATALES)



Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

GRÁFICO 5: INDICADORES DE COBERTURA* (ex ESTATALES)

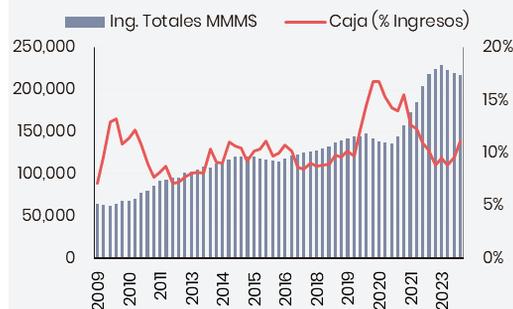


Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

* Cobertura de Gastos Financieros= Ebitda / GFN

* Liquidez = (Ebitda+Efectivo) / (GFN+Deuda Corriente)

GRÁFICO 6: COMPARACIÓN NIVEL DE CAJA CON INGRESOS 12 MESES



Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

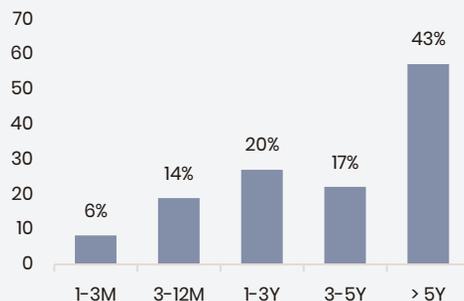
Finalmente, si nos vamos al **detalle sectorial**, en DFN/Ebitda destacan negativamente algunas de las industrias que mencionamos con menor generación de Ebitda en el último año, algunas de las cuales suman un alza en su deuda neta (como Forestal, Commodites minero, Distribución eléctrica y Financiero no bancario). Pero, por otro lado, otros con menor endeudamiento, igualmente mostraron deterioros año contra año en su indicador debido a la caída aún mayor en su Ebitda, como es el caso de Industrial y Retail, este último particularmente afectado en los últimos meses por reducciones en clasificaciones de riesgo en diversos emisores, en medio de perspectivas de demanda que siguen cautas. Otras industrias sensibles recientemente, como Construcción o Salud, muestran mejoras en este indicador, liderado por una recuperación en resultados, y en el caso de Salud, también por una reducción en su endeudamiento. No obstante, ambos estarán condicionados respectivamente a cómo se presente el mercado inmobiliario y la normalización de márgenes, junto a la discusión regulatoria y la sobrevivencia del sistema privado.

A nivel de balance, en tanto, el endeudamiento financiero (DFN/Patrimonio) sólo registró cambios menores respecto al 4T22, destacando la mejora de 0,2 pp en Salud, y los consistentes repuntes en el ratio de Transporte, tras sellarse la reestructuración de Latam Airlines a fines de 2022. Comparando t/t, lo más relevante es la mejora en Telecom.

Respecto a la cobertura de gastos financieros netos, vemos que cae a niveles de 6,3x en la muestra (-2,9 pts a/a, -0,7 pts t/t). Individualmente, los cambios más negativos en términos históricos se concentran en Commodities minero, Forestal, Distribución eléctrica e Industrial. Este indicador, de hecho, ha sido especialmente sensible en ciertos emisores, gatillando solicitudes de *waiver* a sus bonistas debido mayormente a su retroceso operacional.

Dado que esperamos que la recuperación de indicadores de solvencia y deuda se presente de manera gradual a lo largo del año, liderada por los segmentos más cíclicos de la economía, por el momento privilegiamos emisores de mejor calidad crediticia en un contexto neutral para esta clase de activos en nuestro portafolio recomendado. No descartamos que hacia la segunda mitad del año estas mismas compañías (de mayor riesgo) concentren mayor interés por parte del mercado, en particular frente a un reinicio de emisiones para optimizar su perfil de vencimientos, situación que estará condicionada a cómo se consoliden sus repuntes en resultados y apalancamiento.

GRÁFICO 7: PERFIL DE VENCIMIENTOS (MUESTRA EMPRESAS – USD 134 Bill.)



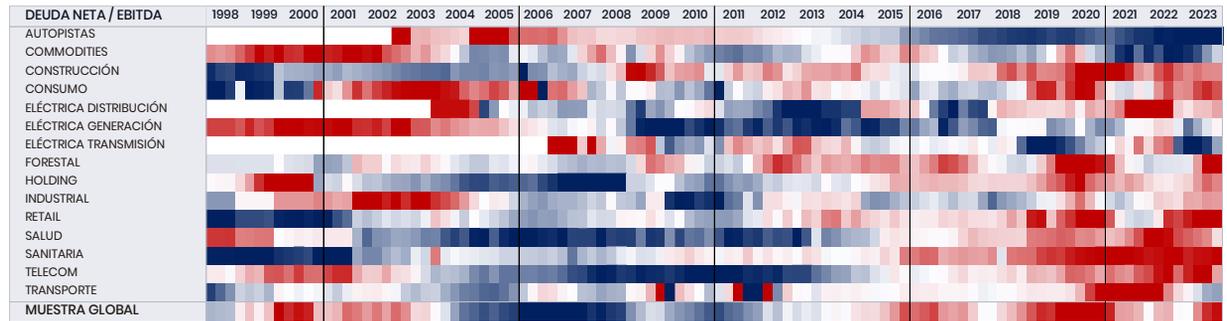
Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

GRÁFICO 8: SPREADS CORPORATIVOS (P.P.)



Fuente: Riskamérica y Estudios Security.

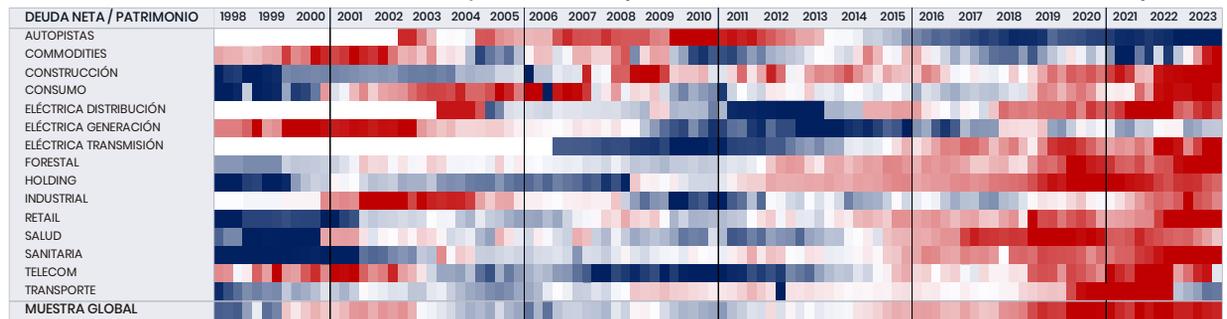
TABLA 1: MAPA DE DEUDA FINANCIERA NETA/EBITDA (SERIE DE CALOR RELATIVA A SU PROPIA HISTORIA)



*Escala de colores representa el percentil del indicador (azul es bajo apalancamiento y rojo alto)



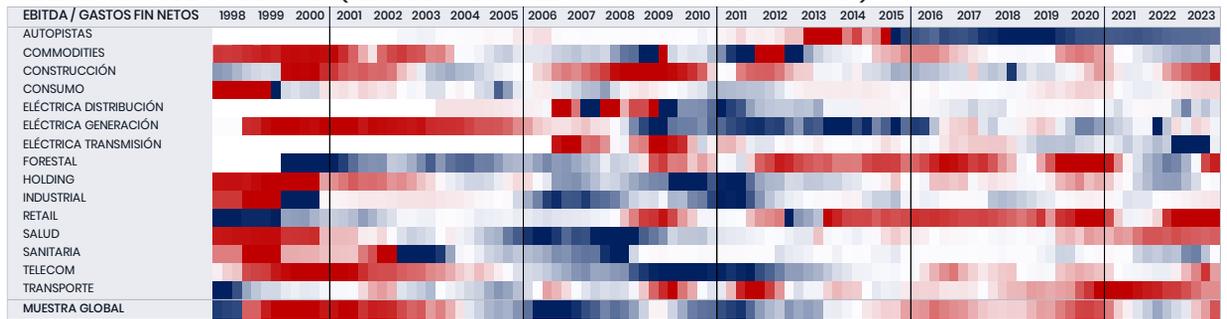
TABLA 2: MAPA DE DEUDA FINANCIERA NETA/PATRIMONIO (SERIE DE CALOR RELATIVA A SU PROPIA HISTORIA)



*Escala de colores representa el percentil del indicador (azul es bajo apalancamiento y rojo alto)



TABLA 3: MAPA DE COBERTURA (SERIE DE CALOR RELATIVA A SU PROPIA HISTORIA)



*Escala de colores representa el percentil del indicador (azul es alta cobertura y rojo baja)



Fuente: CMF Chile y Estudios Security.

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

Felipe Jaque S.

Economista Jefe

felipe.jaque@security.cl

César Guzmán B.

Gerente Macroeconomía

cesar.guzman@security.cl

Paulina Barahona N.

Subgerente Renta Fija Corporativa

paulina.barahona@security.cl

Nicolás Libuy I.

Subgerente Renta Variable Local

nicolas.libuy@security.cl

Eduardo Salas V.

Economista Senior

eduardo.salas@security.cl

Marcela Calisto H.

Economista

marcela.calisto@security.cl

Roberto Valladares R.

Analista Senior de Inversiones

roberto.valladares@security.cl

Felipe Molina R.

Analista de Inversiones

felipe.molinar@security.cl

Juan Ignacio Vicencio F.

Analista de Inversiones

juan.vicencio@security.cl

Josefina Koljatic S.

Analista de Inversiones

josefina.koljatic@security.cl

VALORES SECURITY S.A. CORREDORA DE BOLSA

Viviana Neira O.

Gerente de Renta Fija Nacional

(56-2) 2584 4646 - 2901 6239

viviana.neira@security.cl

Manuel González G.

Subgerente Intermediación Renta Fija

(56-2) 2581 5626

manuel.gonzalez@security.cl

INFORME DE RENTA FIJA

Este informe es proporcionado únicamente con fines de orientación e información general, por lo que, en ningún caso él debe emplearse o considerarse como asesoría de inversión y/o financiera, recomendación, y/o oferta a firme de compra ni venta de valores. Asimismo, este informe no es un documento de oferta, por lo que no compromete a Grupo Security ni a sus filiales o empresas relacionadas a ningún acto. Este informe ha sido preparado en base a información pública, proveniente de fuentes a nuestro juicio confiables, la que, por tanto, a nuestro mejor saber y entender, se ajusta a los hechos y no contiene omisiones que puedan afectar su comprensión. Sin embargo, podría contener, eventualmente, errores, los que, no son atribuibles a, ni aceptados como propios por los autores de este informe, Grupo Security y sus filiales. Si bien hemos tomado precauciones razonables para que la información tenida en cuenta al tiempo de la elaboración de este informe se mantuviere actualizada, no podemos asegurar que ella no haya variado durante su elaboración y emisión. Asimismo, la información contenida aquí puede estar sujeta a cambios sin previo aviso. Los precios, estimaciones o valores indicados están sujetas a riesgos, incertidumbres y otros factores que pueden provocar que los eventos reales difieran materialmente de cualquier desarrollo anticipado, y, por tanto, pueden presentar variaciones con respecto a lo informado. Los inversionistas deben comprender que (i) las proyecciones futuras pueden no concretarse y (ii) el rendimiento pasado no es necesariamente una guía para el rendimiento futuro. Todas las inversiones mencionadas en este informe tienen riesgo de pérdida. Este informe no garantiza que las proyecciones contenidas en él estén libres de error. Ni los autores de este informe, ni Grupo Security y sus filiales hacen representación o garantía, expresa o implícita, sobre la precisión, completitud o integridad de este informe, por lo que ellos no asumen responsabilidad frente a ninguna persona por el empleo, uso o comprensión de este informe ni por la información contenida en él. Este informe no tiene en cuenta objetivos de inversión específicos, situación financiera o necesidades particulares de ninguna persona específica, por lo que las inversiones especificadas en él pueden no resultar adecuadas para todos los inversionistas. Éstos deben tomar sus propias decisiones según sus objetivos, horizontes de inversión, y sus niveles de riesgo específicos. En el caso de la renta variable local, sus valorizaciones se efectúan a través de un modelo de descuento de flujos de caja proyectados, cuya tasa de descuento se basa en un modelo de costo de capital ponderado. Los autores de este informe se encuentran sujetos a estrictas reglas de inversión con el objeto de evitar potenciales conflictos de interés, por lo que no hay conflicto que informar. Para más información sobre estas reglas, por favor dirigirse al siguiente link: [\[Reglamento\]](#). Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada o duplicada por cualquier forma o medio, o (ii) redistribuida sin el previo consentimiento escrito de Grupo Security.